

Ежедневный обзор долговых рынков от 15 ноября 2011 г.

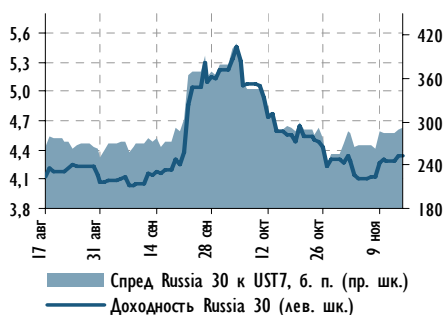


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,363	▼ -0,9%	1,9%	
USD/RUB	30,54	▲ 0,8%	0,0%	
Корзина валют/RUB	35,60	▲ 0,3%	1,3%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	906,9	▲ 18,3	18,6	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	141,7	▲ 44,5	-427,9	
MOSPRIME o/n	5,4	▲ 0,4	3,7	
3M-MOSPRIME	6,8	▲ 0,0	2,8	
3M-LIBOR	0,46	▲ 0,0	0,2	
Долговой рынок				
UST-2	0,23	■ 0,0	-0,4	
UST-10	2,06	▼ 0,0	-1,2	
Russia 30	4,35	▲ 0,1	-0,5	
Russia 5Y CDS	232	▲ 6,4	86,0	
EMBI+	358	▲ 2	110	
EMBI+ Russia	281	▲ 3	82	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	112,09	▼ -1,4%	21,8%	
Золото, долл./унц.	1780,4	▼ -0,5%	25,3%	
Фондовый рынок				
PTC	1 527	▼ -0,2%	-13,7%	
Dow Jones	12 079	▼ -0,6%	4,3%	
Nikkei	8 536	▼ -0,8%	-16,5%	

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Вчера на рынке инвесторы вновь продолжили избавляться от рискованных активов. Одной из причин стали результаты размещения 5-летних итальянских облигаций, которые предложили весьма щедрую доходность 6,29%, что почти что на 1 п.п. выше, чем на предыдущем аукционе. Волна роста доходностей прошла по большинству европейских стран, включая Италию, Испанию, Францию и пр. В результате спреда их 10-летних суверенных бумаг к Bund 10 вновь расширились до 490 б.п., 490 б.п. и 163 б.п. соответственно.
- ▶ Очередная жертва? Отметим, что вновь начали «сгущаться тучи» вокруг Испании. Возможные причины для этого: ожидание слабой статистики (публикация ВВП в среду), что может в очередной раз поставить под сомнение реальность выполнения антикризисных мер, а также парламентские выборы, намеченные на 20 ноября.
- ▶ Политики Греции могут преподнести неприятный сюрприз в преддверии одобрения очередного транша помощи (8 млрд евро), 17 и 21 ноября представителями еврозоны и МВФ соответственно. Лидер одной из ведущих партий А. Самарас не хочет брать обязательств перед ЕС по выполнению Грецией антикризисных мер.
- ▶ По итогам вчерашнего дня заокеанские фондовые индексы потеряли порядка 0,6–1,0%, доходность UST10 в течение вчерашнего дня снизилась с 2,13% до 2,05%. Курс евро снизился более чем на 1% и с утра составляет около 1,36 долл./евро
- ▶ **Российские еврооблигации** не избежали вчера негативного давления и показали динамику чуть «хуже рынка»: EMBI+ Russia расширился на 3 б.п. до 281 б.п. RUSSIA 30 (YTM 4,35%) подешевела на 0,375 б.п., завершив день в районе 118-й фигуры, 5-летний CDS-спред расширился на 8 б.п. до 233 б.п.
- ▶ На **рублевом долговом рынке** единый фон вчера так и не сформировался. Наиболее активно торговавшиеся выпуски ОФЗ (исходя из количества сделок, данные ММВБ) – бумаги 26202, 26203 и 26204 – подросли в пределах 5–10 б.п., вместе с тем прочие суверенные инструменты потеряли в цене (в среднем не более 15 б.п.). Вышедший на прошлой неделе на вторичные торги выпуск ФСК ЕЭС-15 завершил вчерашний день на уровне пятницы – 100,75% от номинала, а последние сделки в одной из наиболее «свежеразмещенных» бумаг – Банк Русский Стандарт БО-1 – проходили по 100,45%.
- ▶ Отдельно обратим внимание на то, что ТКС Банк (-/B2/B) в очередной раз решил «не жадничать» и установил ставку 3–6 полугодовых купонов по облигациям серии БО-2 на уровне 16,5% годовых. Желающие, тем не менее, предъявить бумагу по оферте могут сделать это в период с 20 по 29 ноября (данные Finam.Bonds).

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Рост ВВП в 3К11 ускорился, но «виной» всему – эффект низкой базы
- ▶ Спрос на инструменты рефинансирования продолжает расти

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Vimpelcom Ltd. (BB/Ba3/-): неоднозначные результаты за 3К11 по US GAAP

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Россия:** депозитный аукцион Минфина (80 млрд руб.), уплата страховых взносов в фонды
- ▶ **ЕС:** предварительные данные по ВВП еврозоны в 3К11 (14:00 мск)
- ▶ **США:** октябрьская статистика по инфляции и розничным продажам (17:30 мск)

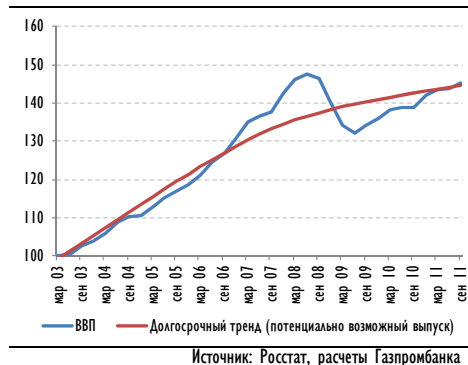
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК
Рост ВВП в ЗК11 ускорился, но «виной» всему – эффект низкой базы

Новость: Согласно предварительной оценке Росстата, ВВП РФ в третьем квартале вырос на 4,8% г/г после замедления до 3,4% г/г кварталом ранее. Опубликованная цифра оказалась хуже распространенной в конце октября оценки Минэкономразвития, согласно которой совокупный выпуск вырос на 5,1%.

Комментарий: Разбивку по компонентам Росстат пока не опубликовал, однако исходя из данных Минэкономразвития, основной вклад в динамику ВВП в третьем квартале внесло строительство (рост на 7,7% кв/кв с исключением сезонных колебаний). В остальном ускорение динамики показателя было обусловлено эффектом низкой базы прошлого года, когда сезонно сглаженный выпуск остался на уровне второго квартала 2010 г.

Отметим также, что по итогам третьего квартала гэп ВВП (разница между потенциально возможным выпуском при максимальном использовании доступной ресурсной базы и фактическим) сократился до нуля, что говорит о том, что экономика РФ практически исчерпала инерционный запас роста. В этой связи мы полагаем, что дальнейший рост возможен только при повышении эффективности используемых технологий и/или осуществлении масштабных инвестиций в производство. С начала года вложения компаний в нефинансовые активы возросли на 4,8% (согласно данным МЭР), однако этого недостаточно для придания нового импульса экономическому росту.

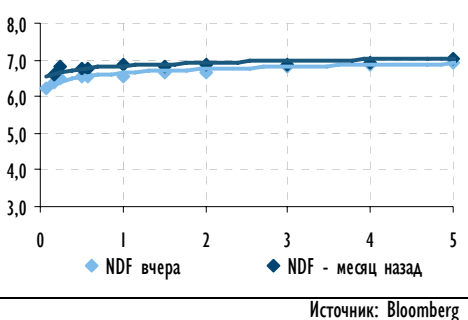
Официальный прогноз Минэкономразвития на текущий год составляет 4,1%, что предполагает замедление ВВП в четвертом квартале до 3,8–3,9%. По нашим оценкам, рост замедлится до 3,7% в следующем квартале, а по итогам года не превысит 4,0%.

Динамика сезонно сглаженного ВВП РФ, индекс (2003 = 100)

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБ

Спрос на инструменты рефинансирования продолжает расти

Банки вчера существенно увеличили спрос на рублевую ликвидность в рамках аукционов прямого РЕПО с ЦБ. Так, задолженность по кредитам о/п выросла на 66 млрд руб., а объем средств, привлеченных под залог ценных бумаг на три месяца, стал рекордным с марта 2009 г. и составил 41,4 млрд руб. Во многом подобное поведение кредитных организаций, на наш взгляд, обусловлено ожиданиями сохранения дефицита ликвидности по меньшей мере до конца года, в связи с чем банки стремятся перенести хотя бы часть задолженности на следующий год.

Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ повысилась на сумму, сопоставимую с приростом задолженности по операциям прямого РЕПО (+65,9 млрд руб.), и составила на сегодняшнее утро 1,05 трлн руб. (+62,8 млрд руб.). Чистая ликвидная позиция банков в понедельник практически не изменилась, оставшись на уровне -700 млрд руб. Стоимость заимствования на рынке МБК при этом колебалась в диапазоне 4,4–5,3%, а сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 4,9–5,4% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга). На ММВБ сделки однодневного междилерского РЕПО под залог облигаций заключались по ставкам в диапазоне 5,42–5,60%, но объемы лишь немногим превысили 100 млрд руб.

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)


Сегодня Минфин проведет отбор заявок на размещение временно свободных средств федерального бюджета на банковские депозиты. Однако сегодняшний аукцион вряд ли способен значительно снизить напряженность на денежном рынке, несмотря на то, что в среду банкам предстоит вернуть ведомству «всего» 50 млрд руб. Средства будут предоставлены до 28 декабря. Мы ожидаем высокого спроса со стороны кредитных организаций в рамках сегодняшнего аукциона, тем более во вторник банкам предстоит выплатить страховые взносы в фонды, что в отсутствие встречного потока в виде бюджетных расходов может оказать давление на ликвидность банковского сектора. Отметим, однако, что высокий спрос в рамках аукциона 3-месячного РЕПО накануне может являться сигналом того, что банки решили сократить задолженность перед Минфином за счет увеличения обязательств перед ЦБ. Подтвердить или опровергнуть данное предположение можно будет исходя из итогов сегодняшнего депозитного аукциона Минфина.

Vimpelcom Ltd.
S&P/Moody's/Fitch

BB/Ba3/-

Vimpelcom Ltd.: неоднозначные результаты за 3К11 по US GAAP

Новость: Vimpelcom Ltd. вчера опубликовал финансовые итоги 3К11 по US GAAP и провел телеконференцию для инвесторов. В целом результаты оставляют неоднозначное впечатление – динамика показателей рентабельности в России остается негативной, а кредитные метрики, после некоторого улучшения (в основном за счет переоценки номинированного в евро долга), до конца года скорее всего вновь ухудшатся.

На фоне неубедительных результатов и существующих опасений относительно темпов и сроков обещанного ранее сокращения долговой нагрузки после приобретения Wind Telecom, евробонды компании по-прежнему торгуются с премией к кривой Евразы (VIP 18, VIP 21, VIP 22 – 40-55 б.п. по Z-спредам). «Репозиционирование» кривой Вымпелкома до более справедливых с фундаментальной точки зрения уровней (с дисконтом к кривой Евразы), на наш взгляд, возможно в случае появления каких-либо положительных новостей (например, продажа алжирской «дочки» за достойную цену).

Комментарий:

- ▶ **Негативная динамика рентабельности EBITDA в России.** Выручка Vimpelcom Ltd. в 3К11 выросла на 10% по сравнению с про-форма показателем 3К10, EBITDA увеличилась на 4% г/г, показатель рентабельности EBITDA сократился на 2,5 п.п. до 41,6%. Основной вклад в общее снижение прибыльности оказал российский сегмент бизнеса, где норма прибыли EBITDA мобильного бизнеса опустилась до 40% (47,1% в 3К10), исторический минимум для компании. Давление на рентабельность оказывает агрессивная стратегия компании по привлечению новых абонентов, в том числе проявившаяся в снижении средней стоимости минуты разговора (прирост абонентской базы в 3К11 составил 10% г/г).
- ▶ Невпечатляющую динамику EBITDA в целом можно считать ожидаемым явлением – менеджмент уже предупреждал о вероятном снижении прибыльности мобильного сегмента в России в ходе презентации предыдущих финансовых результатов. В ближайшие несколько кварталов компания планирует сфокусироваться на росте прибыльности российского сегмента за счет оптимизации дилерских комиссий и прочих расходов, а также существующей тарифной линейки.
- ▶ **Сильные результаты на уровне денежных потоков.** Операционный денежный поток в 3К11 составил почти 1,9 млрд долл. (+51% кв/кв), свободный денежный поток – около 700 млн долл. Отчасти рост операционного денежного потока был обеспечен высвобождением средств из оборотного капитала (180 млн долл.). Согласно комментариям менеджмента, компания рассчитывает, что в 2012 году положительное влияние оборотного капитала на денежный поток будет иметь постоянный эффект.
- ▶ Капитальные вложения в процентах от выручки в 3К11 были близки к ориентиру компании на 2011 год (20%), в то же время про-форма капитальные вложения за 9М11 составляли лишь 17% выручки. Это предполагает ускорение трат в последние 3 месяца года, и, как следствие, давление на свободный денежный поток, который, скорее всего, в 4К11 будет ниже, чем в 3К11.
- ▶ **Сокращение долга – временное явление.** Долг Vimpelcom Ltd. сократился почти на 1,4 млрд долл. в 3К11 – однако большая часть изменения (1,2 млрд долл.) объясняется валютной переоценкой номинированного в евро долга Wind Italy, и лишь 200 млн долл. – снижение за счет погашения долга из денежного потока. В терминах «Чистый долг/12М EBITDA» левэридж сократился с 2,6х до 2,4х. Мы полагаем, что снижение долговой нагрузки может оказаться временным как за счет обратного движения валютных курсов, так и в результате финансирования возросшего объема расходов на фоне сокращения свободного денежного потока в 4К11. В частности, в отчетности за 4К11 найдет отражение оплата первого взноса Wind Italy за частоты LTE – 682 млн евро (934 млн долл. по текущему

курсу). Кроме того, до конца года Vimpelcom Ltd. должен выплатить 733 млн долл. промежуточных дивидендов. Потенциально дополнительные средства также могут потребоваться на оплату увеличения доли в Евросети (опцион на покупку 25% акций действует до января 2012 г.) и выплату компенсации 770 млн долл., если ОТН не успеет до конца года провести выделение некоторых активов в рамках договоренности с Н. Савирисом.

- ▶ Долговая стратегия компании, по словам менеджмента, предполагает поддержание гибкого доступа к источникам заемного капитала – Vimpelcom Ltd. находится на финальной стадии договоренностей с банками о привлечении синдицированного кредита на 500 млн долл. Насколько мы понимаем, компания в ближайшее время не планирует возвращаться на рынок публичного долга. В то же время в долгосрочной перспективе менеджмент не исключил возможностей более активного рефинансирования в рамках Группы – в том числе замещение более дорогого долга на уровне Wind Italy, пик погашения по которому приходится на 2017 год.
- ▶ **Переговоры по поводу алжирской «дочки».** Совет директоров Vimpelcom Ltd. принял решение не продлевать опционное соглашение с Нагибом Савирисом о разделе возможных убытков и прибыли в результате продажи алжирской «дочки», действие которого истекает сегодня. Руководство ведет активные переговоры с алжирским правительством, и мы полагаем, что компания ожидает благоприятного для себя исхода данной ситуации. Ранее в СМИ называлась предварительная оценка стоимости алжирской компании на уровне 7 млрд долл., что близко к оценке менеджмента Vimpelcom Ltd (7,8 млрд долл). Отметим, что вчера Reuters приводил слова министра финансов Алжира о том, что процесс переговоров о судьбе ОТА в ближайшее время может ускориться.

Vimpelcom Ltd. финансовые показатели по US GAAP, млн долл.

	2009	2010	9M11*	г/г	9M10	3К11 про-форма	кв/кв	2К11 про-форма
Выручка	8 703	10 513	14 368	87%	7 697	6 093	1%	6 008
ЕБИТДА	4 273	4 932	5 925	61%	3 681	2 535	7%	2 371
ЕБИТДА доходность	49%	47%	41,2%	-7 п.п.	47,8%	41,6%	2 п.п.	39,5%
Операционный денежный поток	3 513	3 670	4 092	41%	2 901	1 856	-	-
Капитальные вложения	-892	-1 757	-2 634	189%	-911	-1 193	23%	-966
Свободный денежный поток	2 621	1 913	1 458	-27%	1 990	704	-	-
Всего активов	14 733	19 962	55 999	166%	21 046	55 999	-5%	58 873
Собственный капитал	4 509	10 813	17 394	60%	10 862	17 394	-6%	18 505
Совокупный долг, в том числе	7 353	5 661	26 004	301%	6 493	26 004	-5%	27 392
доля краткосрочного долга	25%	21%	6%	-27 п.п.	33%	6%	-	6%
Денежные средства и эквиваленты	1 447	885	3 443	40%	2 467	3 443	-	3 190
Показатели								
Долг/Капитал, х	1,6	0,5	1,5	-	0,6	1,5	-	1,5
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	7,8	10,2	5,6	-	10,3	4,9	-	4,8
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,4	1,0	-	-	0,8	2,4	-	2,6
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	2,8	3,0	-	-	2,7	-	-	-

*Результаты Wind Telecom консолидируются с 15/04/2011

Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
15.11.11	Уплата страховых взносов в фонды	
	Депозитный аукцион Минфина на срок до 28 декабря	80 000
16.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	50 000
	Аукцион 4-летних ОФЗ	10 000
	Оферта Мечел БО-1	5 000
17.11.11	Погашение Ростелеком-2	2 000
21.11.11	Уплата 1/3 НДС за 3-й квартал 2011 г.	
	Оферта Внешпромбанк, 1	1 500
23.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	95 000
	Аукцион 10-летних ОФЗ	10 000
25.11.11	Уплата акцизов, НДС	
28.11.11	Уплата налога на прибыль	
	Оферта РЖД, 12	15 000
29.11.11	Погашение Интегра-Финанс, 2	3 000
30.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	38 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 231
01.12.11	Оферта МОЭК, 1	6 000
	Оферта ТКС Банк БО-2	1 500
	Оферта Меткомбанк, 1	900
05.12.11	Оферта Внешпромбанк БО-1	3 000
07.12.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	73 210
	Аукцион 6-летних ОФЗ	10 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	2 572
08.12.11	Оферта Россельхозбанк, 5	10 000
	Оферта Райффайзенбанк, 4	10 000
	Оферта ЧТПЗ БО-1	5 000
09.12.11	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 7	5 000
14.12.11	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	226 950
15.12.11	Уплата страховых взносов в фонды	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
29.11.11	ТМК: финансовые результаты по МСФО	9М11
декабрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по МСФО	9М11

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодкинская

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.